

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة فرحات عباس- سطيف
كلية العلوم الأقتصادية وعلوم التسيير



بالتعاون مع:

مخبر الشراكة والاستثمار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الفضاء الأورومغاربي

81

الملتقى العلمي الدولي
حول



أيام 20-21 أكتوبر 2009

عنوان المداخلة

المنتجات المالية المشتقة: أدوات مستحدثة لتغطية المخاطر أم لصناعتها؟

من إعداد الباحث

بن رجم محمد خميسي

أستاذ مساعد، ومدير معهد العلوم الاقتصادية و

التجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي سوق أهراس.

رقم الهاتف النقال: 35 40 63 772 0

رقم الفاكس: 68 12 35 37 0

E-Mail: benredjem_mk@yahoo.fr

المنتجات المالية المشتقة: أدوات مستحدثة لتغطية المخاطر أم لصناعتها؟

الملخص:

تمثل المشتقات المالية الموضوع الأكثر جدلا بين الكتاب والمتعاملين بهذه الأدوات، فعلى الرغم من مرور أكثر من ربع قرن على التعامل المنظم بهذه الأدوات إلا أن الكتاب والمتعاملين بها لازالوا ينقسمون وبصورة واضحة إلى فريقين متعاكسين، ففي حين يرى الفريق الأكثر تفاؤلا بأن هذه الأدوات تعد مفتاحا لحل العديد من المشاكل التي تواجه المؤسسات الاقتصادية والمالية من خلال إمكانية استعمالها في إدارة المخاطر، فهناك فريق آخر يصر على الحذر من التعامل بهذه الأدوات الجديدة وعدم التعامل معها إطلاقا بسبب المخاطر الكبيرة التي تصاحبها. حتى أن البعض يعرفها على أنها الأدوات التي عند استعمالها تسبب الخسائر الكبيرة، وأنها وحش المالية المفترس و"ديناميت" الأزمات المالية.

تهدف هذه المداخلة إلى التعريف بالمشتقات المالية باعتبارها أحدث الأدوات المتداولة في الأسواق المالية على نطاق واسع، وأهم أوجه استعمالاتها، ثم نسلط الضوء على المخاطر التي تحدثها هذه الأدوات عند الاستعمال الخاطئ لها، وأخيرا الوصول إلى الخاتمة التي تمثل أهم الاستنتاجات والتوصيات التي توصلنا إليها في هذا البحث.

Résumé :

La question des "produits financiers dérivés" reste la plus controversée entre auteurs et utilisateurs de ces outils. Et, bien que soit passé plus d'un quart de siècle sur leur utilisation organisée, ces derniers sont toujours en désaccord à ce sujet.

Les partisans trouvent que ces outils constituent la clé pour résoudre moult problèmes auxquels sont confrontées les institutions économiques et financières et cela grâce à leur utilisation dans la gestion des risques.

En revanche, les détracteurs insistent sur le fait qu'il faut être attentif lors de leur utilisation vu les risques qui y sont associés. Et d'aucuns vont jusqu'à dire que ces produits peuvent entraîner d'énormes pertes et ils les qualifient de "dynamite des crises financières."

Notre article a pour but de définir en premier lieu les "produits financiers dérivés" vu qu'ils constituent l'un des nouveaux outils utilisés à grande échelle sur les marchés.
Puis de mettre en garde contre les risques qu'ils peuvent entraîner lors de leur mauvaise utilisation.
Nous essayerons, à la fin, de mettre entre vos mains les conclusions et les recommandations que nous sommes parvenus à dégager lors de notre recherche.

مقدمة:

شهدت السنوات الأخيرة ظاهرة طغت ملامحها على الأسواق المالية العالمية، وهي الإقبال منقطع النظير على أدوات مالية مستحدثة تدعى "الأدوات المالية المشتقة" Financial Derivative Instruments أو "المشتقات" Derivativesوللتدليل على ذلك، فقد قدر حجم التعامل في ذلك النوع من الأدوات خلال عام 1994 ما يوازي 35 تريليون دولار في مقابل 48 تريليون دولار قيمة التعامل في أسواق المال التقليدية (أسهم، سندات، سوق نقدي)*(The Wall Street Journal, Thursday, August25, 1994)* مما يعطي الانطباع بضخامة حجم التعاملات فيها، وبالتالي تعاظم تأثيرها على الأسواق المالية عموما.

ويعتبر عام 1973 عام الثورة في هذه العقود، إذ شهد تطويرا لعقود المشتقات، وانتقالها إلى الأصول المالية بعد أن كان قاصرا – قبل ذلك– على العقود الآجلة والمستقبلية في السلع الزراعية والموارد الطبيعية كالذهب والفضة.

وينظر إلى المشتقات على أنها أداة للتغطية ضد مخاطر التغيرات السعرية، وإتاحة فرص أفضل لتخطيط التدفقات النقدية، وكذلك إتاحة فرص استثمار جديدة، إضافة إلى كونها أداة للتنبؤ واستكشاف السعر الذي سيكون عليه الأصل محل التعاقد في السوق الحاضرة، إضافة إلى كونها أداة لتحقيق سمة الكمال للسوق.

وفي المقابل يكشف العديد من الكتاب الاقتصاديين في الغرب عن حجم المخاطر التي تسببها المشتقات، وفي مقدمتهم الكاتب النمساوي الشهير " بيتر داركر " أحد رواد الإدارة الحديثة الذي يرى أن المنتجات التي ظهرت خلال الثلاثين عاما الماضية كانت في الغالب مشتقات مالية زعموا أنها علمية، في حين أنها لم تكن أكثر علمية من أدوات القمار التي يجري التعامل عليها في " مونت كارلو، ولاس فيجاس "، ووصف آخرون سوق المشتقات بأنه: " نوع من المقامرة " و " بيت للعب القمار " ، فالمشتقات ماهي إلا وسيلة للمتاجرة في مخاطر السوق، حيث يتم بيعها وشرائها بنقلها ممن يتوجسون خيفة منها إلى من يسعون حثيثا في طلبها طلبا لثمن انتقال المخاطرة إليهم. (*أشرف محمد دوابة، الموقع الالكتروني* : http://slconf.uaeu.ac.ae/prev_conf/2007/papers/28.swf)

نتناول في هذه المداخلة العناصر الأساسية التالية:

- ماهية المشتقات المالية،
- فوائدها،
- مخاطر استعمال هذه الأدوات المالية المشتقة.

أولا: ماهية المشتقات المالية

1 – تعريف المشتقات

قدمت للمشتقات المالية عدة تعاريف من أهمها:

- عبارة عن عقود مالية تتعلق بفقرات خارج الميزانية وتتحدد قيمتها بقيم واحد أو أكثر من الموجودات أو الأدوات أو المؤشرات الأساسية المرتبطة بها(*الهندي،1994، ص 15*)
- أنها أوراق مالية تعتمد قيمتها على أوراق مالية أخرى(*النجار، 1999، ص 244*)
- عقود مالية تشتق قيمتها من قيمة مرجعية(موجود ضمني) يمكن استخدامها لأغراض متعددة كالتحوط والاستثمار والمضاربة ويكون تقلب قيمتها أشد من تقلب قيمة الموجود الضمني لها وتتعلق بفقرات والتزامات خارج الميزانية(*الفريجي،2001، ص 06*)

وقد عرف بنك التسويات الدولية Bank of International Settlements التابع لصندوق النقد الدولي (FMI) المشتقات المالية بأنها:عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية محل التعاقد، ولكنها لا تتطلب استثمار لأصل المال في هذه الأصول، وكعقد بين طرفين على تبادل المدفوعات على أساس الأسعار أو العوائد، فان أي انتقال لملكية الأصل محل التعاقد والتدفقات النقدية يصبح أمرا غير ضروري. (BIS,– Basle. 1995)

كما عرفت المجموعة الاستشارية " لنظم المحاسبية القومية " system national accounts group(SNA) المشتقات المالية بصورة أكثر تفصيلا، فهي: أدوات مالية ترتبط بأداة مالية معينة أو مؤشر، أو سلعة، والتي من خلالها يمكن شراء أو بيع المخاطر المالية في الأسواق المالية. أما قيمة الأداة المشتقة فإنها تتوقف على سعر الأصول أو المؤشرات محل التعاقد . وعلى خلاف أدوات الدين فليس هناك ما يتم دفعه مقدما ليتم استرداده وليس هناك عائد مستحق على الاستثمار. وتستخدم المشتقات المالية لعدد من الأغراض وتشمل إدارة المخاطر، والتحوط من المخاطر، والمراجحة بين الأسواق، وأخيرا المضاربة.(SNA, 1993. IMF. Working paper. PP 8-9)

يكشف التعريف الأخير عن مسألة في غاية الأهمية وهو أنه إذا ما كانت المشتقات تستخدم في إدارة المخاطر، إلا أنها أداة تتسم بقدر كبير من المخاطرة، ولذلك فالمتعاقدان وهم طرفي العقد أحدهما بائع للمخاطرة والآخر مشتري لها وهو ما يعبر البعض عنه بوجود شخص ما أو جهة ما لديها الرغبة في التخلص من المخاطرة أو تقليل درجتها، وآخرون على استعداد لتحمل المخاطرة آملين الحصول على ثمن المخاطرة أو ما يسمى بمكافأة المخاطرة. (سمير عبد الحميد رضوان، 2005، ص61)

2 – **الخصائص المميزة للمشتقات المالية:**

من خلال التعريفات السابقة يمكن حوصلة خصائص المشتقات المالية في النقاط التالية:

• طبيعة العمليات خارج الميزانية: حيث جرى التطبيق العملي على إثبات قيم الأدوات المالية التقليدية كالأسهم والسندات داخل الميزانية كخصوم أو أصول مما يسهل التعرف على أرصدتها وتتبع تغيراتها بعكس الأدوات المالية المشتقة التي تقتضي طبيعة التعامل فيها تداولها بقيم نقدية ضئيلة بصورة لا تعكس ما تتضمنه من قيم نقدية كامنة، وهذا ما يجعل المجال مفتوحا للتعرض لمخاطر عدم الإفصاح عن تلك القيم بالإضافة لمخاطر ضعف الرقابة عليها

• التعقيد : نظرا لأنه غالبا ما يتم تصميمها للوفاء بأغراض خاصة للمستخدم النهائي لها، لذا ففي معظم الأحيان يكون هناك غموض حول كيفية استخدام أداة بعينها، وكيفية تقييمها، وكيفية المحاسبة عنها، وهل يمكنها تحقيق الأغراض الاقتصادية أم لا؟ من ناحية أخرى قد تتعرض المؤسسة لمخاطر فهم شروط وآثار مشتقات خاص مما يعرضها إلى نتائج وخيمة.

• السيولة: بعض عقود المشتقات تتسم بدرجة سيولة عالية حيث يسهل تسويتها إما عن طريق البيع أو الشراء في تاريخ الاستحقاق المحدد، أو عن طريق إبرام صفقة عكسية بواسطة بيوت التسوية، إلا أنه في الوقت نفسه د يصعب أحيانا تسوية بعض أنواع عقود المشتقات في أسواق المشتقات مما ينتج عنه مشاكل في عمليات تقييمها والمراكز المرتبطة بها(عبد الباسط وفا، 1997، ص352)

• عدم وضوح القواعد المحاسبية:حيث لا يزال هناك نوع من الغموض المحيط بالمعالجة المحاسبية للآثار المترتبة على الدخول في عمليات المشتقات، ويرجع ذلك أساسا إلى التقدم السريع والنمو المتلاحق في مجال ابتكار واستخدام الأدوات المالية المشتقة والذي لا يواكبه استجابة محاسبية مماثلة وسريعة من أجل المحاسبة عن تأثيرات تلك الأنشطة، إذ يلاحظ وجود فجوة واسعة بين الواقع الاقتصادي الذي تمارس فيه تلك الأنشطة وبين الاستجابة المحاسبية تجاه التعبير عن الآثار المحاسبية الناتجة عنها (عطية، 1995، ص417)

3 – **أنواع المشتقات المالية**

يمكن تقسيم العقود والأدوات المالية المشتقة إلى:

أ- العقود الآجلة

ب – العقود المستقبلية

ج – عقود الخيارات

د – عقود المبادلات

وسوف نتناول كل نوع من هذه العقود بشكل موجز فيما يلي:

أ- **العقود الآجلة** :

وتعرف بأنها عقود يلتزم بمقتضاها طرفيها (البنك، وطرف آخر) بالاتفاق على شراء أو بيع أصل معين في تاريخ محدد في المستقبل وبسعر يتفق عليه في تاريخ التعاقد يسمى سعر تنفيذ العقد، ومن هنا فان العقود الآجلة لا يتم تداولها أو المتاجرة فيها في سوق الأوراق المالية وسوق الأدوات المالية المشتقة كباقي المشتقات حيث أنها اتفاق خاص ومغلق بين الطرفين *(Shelagh Hellarman, 1996, P.176)*

ووفقا للتعريف السابق فان العقد الآجل يحتمل نوعين من هذا السعر *(John Hull, 1995, P P.38-39)*

- سعر التنفيذ: وهو السعر المتفق عليه لتنفيذ العقد آجلا، ويتم تحديده بين طرفي العقد وفقا للعرض والطلب ومدى رؤية كلا منهما للاستفادة من هذا السعر في المستقبل وتوقعاته عن المستقبل، ولا يتغير هذا السعر من تاريخ إبرام العقد وحتى تاريخ التنفيذ.

- السعر الآجل: وهو سعر العملة أو الأصل موضع العقد الآجل في المستقبل وهذا السعر يتغير بمرور الوقت مع تغير الأسعار في السوق، ويمكن القول أن سعر التنفيذ هو توقع للسعر الآجل في تاريخ إبرام العقد ولكن ليس شرطا أن يتساوى في تاريخ التنفيذ.

ويمكن تصنيف العقود الآجلة إلى ما يلي: (هشام حسن المليجي، 1993، ص106)

- العقود الآجلة لأسعار الفائدة: وتستخدم هذه العقود أيضا في الحماية ولكن ضد تقلبات أسعار الفائدة، وهنا يتم الاتفاق على سعر فائدة عن قرض معين يتم الحصول عليه في المستقبل ويتم تثبيت سعر الفائدة من تاريخ الاتفاق وحتى تاريخ التنفيذ.

- العقود الآجلة لأسعار الصرف: وهي اتفاق بين طرفين لشراء أو بيع كمية معينة من عملة أجنبية مقابل عملة محلية وذلك في تاريخ آجل وبسعر يتم الاتفاق عليه عند كتابة العقد ويتم تثبيته حتى تاريخ التنفيذ، وتستخدم هذه العقود للحماية ضد مخاطر تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية، إلا أنه يؤخذ عليها عدم قابليتها للتحويل والتنازل عنها و لا يمكن الاستفادة من تحرك أسعار الصرف عند تنفيذ العقد مستقبلا نظرا للالتزام بسعر تم تحديده مسبقا.

ويمكن حصر السمات المميزة لهذه العقود فيما يلي: (أبو زيد كامل السيد، 1997، ص58)

- يصعب المضاربة بهذه العقود حيث أن الغرض الأساسي لها هو الحماية من مخاطر تقلبات في المستقبل كما يوجد التزام بالتنفيذ من الطرفين وليس هناك سوق ثانوية يتم تداولها فيه.
- ليس لها شكل نمطي بينما يتم الاتفاق على شروطها.
- يتم تحديد تاريخ الاستحقاق وسعر التنفيذ بدقة في هذا العقد وتعتبر عقود نهائية بمجرد التوقيع ولا يمكن الرجوع فيها أو تعديلها.
- يتم التنفيذ في تاريخ التنفيذ وليس قبله كما في عقود الاختيار الأمريكي

ب- العقود المستقبلية:

جرى التعامل على العقود المالية للمستقبليات لأول مرة من خلال بورصة شيكاغو في عام 1972م وكان محل العقد عملات أجنبية. ومنذ ذلك التاريخ شهدت العقود المستقبلية تطورا مستمرا، فقد استحدثت عقود مستقبلية على أسعار الفائدة عام 1975م، وعقود مستقبلية على أذون الخزانة عام 1976م، وعقود مستقبلية على سندات الخزانة عام 1977م، ثم ظهرت العقود المستقبلية على مؤشرات الأسهم عام 1980م، ومع نهاية القرن العشرين ظهرت العقود المستقبلية على الخدمات وفي مقدمتها العقود المستقبلية على الرحلات الترفيهية خلال الإجازات والعطلات. (*أشرف محمد دوابه، الموقع الالكتروني:* http://slconf.uaeu.ac.ae/prev_conf/2007/papers/28.swf)

وتتسم هذه العقود بأنها عقود نمطية تأخذ شكل نمطي يلتزم بمقتضاه الطرفين احدهما مشتري والآخر بائع بإجراء تبادل السلعة أو ورقة مالية أو معدلات فائدة في تاريخ محدد في المستقبل وبسعر يتم الاتفاق عليه عند كتابة العقد أي أنها بهذا الشكل تعتبر عقود آجلة ولكنها لها حجم وشروط نمطية وتاريخ نمطي أي أن العقد المستقبلي يجب إلغاءه عند تاريخ الانتهاء فقط ويتم التعامل في العقود المستقبلية التالية:

- العقود المستقبلية لمعدلات الفائدة: ومنها يكون موضوع التعامل هو معدل الفائدة على ودائع أو مستندات أو قروض معينة.

- العقود المستقبلية لأسعار الصرف: ويتم فيها تداول العملات المحلية مقابل العملات الأجنبية
- العقود المستقبلية لمؤشرات الأسهم: ويتم فيها تداول مؤشرات لمجموعة من الأسهم والسندات التي يتم تداولها في سوق الأوراق المالية

ت- <u>عقود الخيارات</u>:

نشأ هذا النوع من العقود في الولايات المتحدة الأمريكية، حيث كان يجرى التعامل بهذه العقود في السوق المالية غير المنظمة من خلال وسطاء ماليين، ثم انتقل التعامل بعد ذلك إلى السوق المنظمة من خلال بورصة شيكاغو في 26 أبريل 1973م، وسرعان ما انتشرت هذه العقود في البورصات الأمريكية، فالبورصات الأوربية.

وعقد الخيار هو عقد بين طرفين: مشتري ومحرر. ويعطي العقد للمشتري الحق في أن يشتري من أو أن يبيع إلى المحرر عدد من وحدات أصل حقيقي أو مالي، بسعر يتفق عليه لحظة توقيع العقد، على أن يتم التنفيذ في تاريخ لاحق، يطلق عليه تاريخ التنفيذ أو تاريخ انتهاء الصلاحية. وللمشتري الحق في عدم تنفيذ العقد، إذا كان التنفيذ في غير صالحه، وذلك في مقابل تعويض يدفعه للمحرر يطلق عليه مكافأة أو علاوة. هذه المكافأة تدفع عند التعاقد، وغبر قابلة للرد وليست جزء من قيمة الصفقة. بعبارة أخرى أنه مبلغ يدفعه المشتري في مقابل حق الخيار في تنفيذ أو عدم تنفيذ العقد. وحيث أن المشتري يحصل على هذا الحق منذ لحظة توقيع العقد، فإنه يخسر المكافأة في ذات اللحظة.(*منير ابراهيم هندي، 2007، ص 5-6*)

وتتمثل مفاهيم عقود الخيار في الجدول (1) التالي:

1- مشتري أو حامل عقد الخيار	هو الطرف الذي يستفيد من الحق الذي يتيحه له العقد بشراء الأصل إذا كان الخيار للشراء، أو بيع الأصل إذا كان الخيار للبيع.
2- بائع أو محرر عقد الخيار	هو الطرف الذي يقع عليه الالتزام بتنفيذ العملية موضوع العقد- شراء أو بيع الأصل موضوع العقد- في حالة طلب المشتري التنفيذ للعقد.
3- سعر الممارسة أو التنفيذ	وهو السعر المحدد سلفا لتنفيذ عقد الخيار أي سعر الشراء أو البيع قبل تاريخ الاستحقاق.
4- العلاوة أو المكافأة	هو ما يدفعه المشتري لحق الخيار للبائع مقابل الشراء، وغالبا ما تحدد بنسبة مئوية من مبلغ العقد أو وفقا لدرجة تذبذب العملة أو الورقة المالية موضوع العقد.
5- السعر السوقي	هو سعر الأصل موضوع العقد في السوق في تاريخ تنفيذ العقد أو في آخر يوم في فترة العقد.
6- تاريخ التنفيذ	هو التاريخ الذي يقوم فيه مشتري العقد بتنفيذ الاتفاق.
7- تاريخ الانتهاء	وهو آخر يوم متفق عليه لصلاحية تنفيذ العقد.

المصدر: محمد عبد المنعم جودة حزين، 2003، ص 253

وتتمثل عقود الخيارات في الأنواع التالية من حيث الأداة أو السلعة موضوع العقد:

- عقود خيارات أسعار الفائدة: (Peter Rase, 1996, P.274)

وهي عقود يلتزم بمقتضاها أحد طرفي العقد (بائع الحق) بضمان حد أقصى لمعدل الفائدة لا يتم الزيادة عنه (في حالة قيام مشتري الحق بالاقتراض) أو حد أدنى لمعدل الفائدة (في حالة قيام مشتري الحق بالاستثمار) أو بالجمع بين النظامين وذلك مقابل مكافأة أو عمولة.

- عقود خيارات أسعار الصرف: *(هشام حسن المليجي، 1993، ص ص 604-605)*

وهي عقود تعطي الحق لمشتريها في إتمام عملية شراء أو بيع كمية معينة من عملة أجنبية في تاريخ محدد في المستقبل، فقد يتفق مشتري العقد (الحق) مع محرر العقد على شراء أو بيع كمية معينة من عملة أجنبية مقابل علاوة الدفع، وهنا يحتفظ مشتري العقد بحق تنفيذ العملية أو عدم التنفيذ.

- عقود خيارات المؤشرات:

و هي عقود الخيار التي يكون موضوعها مؤشر للسوق المالي يمثل تشكيلة مكونة من الأوراق المالية المتداولة في السوق، ولا يختلف هذا العقد عن عقود خيار البيع أو الشراء للأوراق المالية إلا أنه في هذا العقد لا يتم تسليم الأوراق المالية موضوع المؤشر بالبيع أو الشراء، ويتم تداول هذا النوع من العقد بكثرة في الولايات المتحدة الأمريكية، ومن أمثلة عقود المؤشرات المتداولة عقد اختيار مؤشر S&P100، وعادة لا تتجاوز فترة التنفيذ لهذا النوع من العقود أربعة أشهر كحد أقصى. *(محمد عبد المنعم جودة حزين، 2003، ص 253)*

ث- <u>عقود المبادلات</u>:

تدعى عقود المبادلة أيضا بالمقايضات وهي: التزام تعاقدي يتضمن مبادلة نوع معين من التدفق النقدي أو موجود معين مقابل تدفق نقدي أو موجود آخر، بموجب شروط تنفيذ معينة يتفق عليها عند التعاقد. *(هاشم فوزي دباس العبادي ،2008، ص 86).*

وعقد المبادلة ملزم لطرفي العقد على عكس ماهو معروف في عقود الاختيار، كما أن المتحصلات أو المدفوعات (الأرباح أو الخسائر) لا يتم تسويتها يوميا كما هو الحال في العقود المستقبلية، يضاف إلى ذلك أن عقد المبادلة لا يتم تسويته مرة واحدة كما هو الحال في العقود لاحقة التنفيذ ولذلك يعرف عقد المبادلة بأنه سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ. *(محمد الصالح الحناوي وآخرون ،2007، ص 317)*

ويمكن تناول الأنواع التالية لعقود المبادلة:

- عقود مبادلات أسعار الصرف:

وتتضمن عملية مبادلة بين عملتين معينتين في شراء إحداهما وبيع الأخرى على أساس السعر الفوري، وفي الوقت نفسه إعادة بيع الأولى وشراء الثانية بموجب سعر المبادلة (السعر الآجل) الذي يتم تحديده وفق الفرق القائم بين أسعار الفائدة السائدة حينئذ على الإيداع والإقراض لكل من العملتين.

- عقود مبادلات أسعار الفائدة: وهي عقود يدفع فيها كل طرف مدفوعات الفائدة على قرض الطرف الآخر بدلا من قرضه هو، تهدف إلى التحوط ضد مخاطر ارتفاع أو انخفاض أسعار الفائدة ويوجد نوعان لعقود مبادلة أسعار الفائدة وهي:

- عقود مبادلة معدل الفائدة الثابتة بمعدل الفائدة المتغيرة: وفيها يهدف مشتري عقد المبادلة (المقترض) إلى التحوط ضد مخاطر ارتفاع أسعار الفائدة ويحصل على الفرق بين السعرين إذا كان معدل الفائدة المتغيرة أعلى.

- عقود مبادلة معدل الفائدة المتغيرة بمعدل الفائدة الثابتة: ويهدف مشتري العقد (المستثمر) إلى التحوط من مخاطر انخفاض أسعار الفائدة.ويمكن توضيح الحالات المختلفة لأسعار الفائدة فيما يلي:

	انخفاض معدل الفائدة	ارتفاع معدل الفائدة
دافع الفائدة بمعدل ثابت	خسائر	أرباح
دافع الفائدة بمعدل متغير	أرباح	خسائر

- مبادلات الخيار Swaption: وهي خيار الدخول في مبادلة معينة في تاريخ مستقبلي وبالتالي تجمع بين خصائص كل من عقدي المبادلة والخيار

- المبادلات الآجلة Forward Swaps: وهو عقد مبادلة لأسعار الصرف أو الفائدة إلا أنه يتفق فيه على أن يتم التنفيذ مستقبلا في تاريخ محدد.

ثانيا: فوائد المشتقات المالية:

على الرغم من مرور أكثر من ربع قرن على التعامل المنظم بهذه الأدوات المالية المستحدثة إلا أ ن الكتاب والمتعاملين بها لا زالوا ينقسمون وبصورة واضحة إلى فريقين متعاكسين، ففي حين يصر الفريق الأول على الحذر من التعامل بهذه الأدوات الجديدة وعدم التعامل معها إطلاقا بسبب المخاطر الكبيرة التي تصاحبها. حتى أن البعض يعرفها على أنها الأدوات التي عند استعمالها تسبب الخسائر الكبيرة. فهناك فريق آخر أكثر تفاؤلا حيث يرى بأن هذه الأدوات تعد مفتاحا لحل العديد من المشاكل والمصاعب التي تواجه المتعاملين في الأسواق المالية من خلال إمكانية استعمالها في إدارة المخاطر بصورة فعالة نظرا للمرونة العالية والتنوع الكبير فيها، ومن أبرز هذه الفوائد ما يلي: (*هاشم فوزي دباس العبادي ،2008، ص 110*)

- إن التعامل بالمشتقات المالية أو ما يسمى بأدوات الهندسة المالية يكون أقل كلفة من التعامل بالموجودات الأساسية كالأسهم والسندات.....الخ.
- يمكن للمؤسسات المالية والمصرفية والمستثمرين عموما التحوط من المخاطر المحتملة وذلك باستخدام أموال أقل مما لو اقتنت موجودات تظهر في الميزانية.
- تقليل التكاليف للمصدرين والمستثمرين وترفع من العوائد وتوسع مجموعة بدائل التمويل والاستثمار وتقلل مخاطر الخسارة إذا ما أحسنت إدارة مخاطرها.
- تدعم الخدمات التي تقدمها المؤسسات المالية والمصرفية لزبائنها وتساهم في بناء محافظ مالية أكثر تنوعا.

ثالثا: <u>مخاطر استخدام المشتقات المالية</u>:

يكشف العديد من الكتاب في الغرب عن حجم المخاطر التي تسببها المشتقات، وفي مقدمتهم الكاتب النمساوي الشهير " بيتر داركر " أحد رواد الإدارة الحديثة الذي يرى أن المنتجات التي ظهرت خلال الثلاثين عاما الماضية كانت في الغالب مشتقات مالية زعموا أنها علمية، في حين أنها لم تكن أكثر علمية من أدوات القمار التي يجري التعامل عليها في"مونت كارلو، ولاس فيجاس"، ووصف آخرون سوق المشتقات بأنه نوع من المقامرة، وبيت للعب القمار. (*أشرف محمد دوابه، الموقع الالكتروني:* http://slconf.uaeu.ac.ae/prev_conf/2007/papers/28.swf)

كما حذرت أبرز الهيئات الدولية من التوسع في استعمال أدوات الهندسة المالية، ففي دراسة لبنك الاحتياطي الفدرالي الأمريكي وهيئة ضمان الودائع الفيدرالية ودائرة النقود الأمريكية، تم تحذير البنوك من استعمال أدوات الهندسة المالية، كما جرت دراسة أخرى من قبل نفس الجهات في وقت لاحق من الدراسة السابقة كانت أكثر تحذيرا، وطلبت من البنوك تحسين عملية إدارة المخاطر المصاحبة لهذه الأدوات، فضلا عن أن تقرير لجنة بازل بشأن المشتقات حذر وبصورة شديدة من استعمال أدوات الهندسة المالية بصورة واسعة من قبل البنوك وما يمكن أن يمثله من مخاطر للمتعاملين لاسيما قليلي

الخبرة، إذ أكد المشرفون في لجنة بازل منذ عام 1986 على أهمية دراسة مخاطر هذه الأدوات والرقابة عليها، وبينت أنه من الضروري قيام البنوك بوضع نظم شاملة لمراقبة أنشطتها في هذا المجال، كما أصدرت ذات اللجنة تقريرا في جويلية 1994 تضمن إرشادات للمشرفين حول العناصر الأساسية للإدارة السليمة للمخاطر المتعلقة بهذه الأدوات. فيما أشار بنك التسويات الدولية لأكثر من مرة إلى المخاطرة التي يمكن أن تسببها أدوات الهندسة المالية، لاسيما إذا ما تم استخدامها بصورة غير صحيحة أو بصورة واسعة. *(هاشم فوزي دباس العبادي ،2008، ص 116)*

وتعتبر المشتقات المالية بشكلها الحالي محرمة شرعا، فقد أثبت الدكتور سمير عبد الحميد رضوان من خلال استعراضه لموقف الفقه الإسلامي من هذه العقود عدم مشروعيتها جميعا لمخالفتها لأحكام الشريعة الإسلامية. (سمير عبد الحميد رضوان، 2005، ص597)

ويمكن تقسيم المخاطر التي يتعرض لها مستخدمو المشتقات المالية إلى :*(هاشم فوزي دباس العبادي ،2008، ص ص119-1123)*

- المخاطر الائتمانية:

وتسمى أيضا بمخاطر عدم الوفاء، والتي تتمثل في الخسارة الناتجة عن نكوص أو نكول أحد طرفي العقد بالوفاء بالتزاماته الناتجة عن أحد عقود المشتقات المالية. إن المتعاملين يمكن أن يخسروا مبالغ كبيرة جدا عندما يفشل الطرف المقابل في الوفاء بالتزاماته، وأصبح مديري المالية أكثر اهتماما بهذا النوع من المخاطرة المصاحبة لأدوات الهندسة المالية، لاسيما تلك التي يتم التعامل بها في الأسواق الموازية، إذ لا توجد غرف المقاصة ولا هوامش أولية في التعاقد، وغني عن البيان في أن المخاطرة الائتمانية كانت وما زالت من أهم الأسباب الرئيسية لفشل العديد من المؤسسات المالية والمصرفية.

- مخاطر السيولة:

وهي المخاطر التي تنشأ بسبب عدم توفر السيولة، أي عدم القدرة على تسديد الالتزامات أول بأول من قبل المتعاملين في سوق المشتقات، مما يجعل المتاجرة بهذه الأدوات أكثر صعوبة.

وعلى الرغم من وجود العديد من المتعاملين في أسواق أدوات الهندسة المالية، ورغم السيولة العالية التي تتمتع بها هذه الأدوات، إلا أنه تبقى هناك مشكلة تتعلق بعدم إمكانية تسييل بعض العقود بالسرعة الممكنة، وذلك بسبب عوامل متعددة قد تتعلق بطبيعة هذه العقود أو بسبب ظروف السوق من العرض والطلب وغيرها من العوامل، مما يؤدي إلى حدوث خسائر للأطراف التي ترغب بتسييل مراكزها بسرعة.

- المخاطر السوقية:

تظهر المخاطر السوقية نتيجة لتقلب أسعار أدوات الهندسة المالية في الأسواق، إذ أن هذه الأدوات تكون حساسة بصورة كبيرة لظروف السوق، وبذلك فإن أي تغير ولو كان بسيطا في قيمة الموجود الضمني محل التعاقد قد يؤدي إلى تغير أكبر في قيمة أداة الهندسة المالية، وتعد المخاطرة

السوقية أحد أهم المخاطر التي يتوجب على المتعاملين في أدوات الهندسة المالية مراقبتها وقياسها، على الرغم من أن القياس الدقيق لهذا النوع من المخاطر يعد صعبا ومعقدا لاسيما مع هذه الأدوات نظرا لتقلب أسعارها الكبير.

- مخاطر التسوية:

وهي مخاطر تنفيذ المعاملات المتفق عليها ويتجلى أحد أشكالها في أن القليل من المعاملات المالية يتم تسويتها آنيا أو في نفس اليوم الخاص بالتنفيذ، إذ قد تمتد مدة التسوية إلى أيام معدودة، مما ينجم عن ذلك تعرض أحد أطراف العقد للخسارة نظرا لإمكانية تغير الأسعار بسرعة خلال تلك المدة، ولاسيما في يوم التنفيذ ذاته.

- المخاطر التشغيلية والإدارية:

وهي تلك المخاطر التي تتعلق بأخطاء الأفراد العاملين في مجال المشتقات وفشل المديرين و ضعف كفاءة الأنظمة الإدارية والرقابية وضعف المتابعة لتصرفات المسؤولين عن إدارة المشتقات والتعامل بها. إذ أن زيادة تعقيد أدوات الهندسة المالية يجعل من الصعب إدارتها بصورة صحيحة وقد تحققت خسائر كبيرة نتيجة لسوء الإدارة.

- المخاطر القانونية:

وهي التي تنشأ عن التغيرات في البيئة القانونية وكذلك غموض بعض الجوانب القانونية للمشتقات مما يؤدي إلى صعوبة تنفيذ العقود، فضلا عن عدم التوثيق الدقيق ونقص الصلاحيات أو عدم وضوحها وصعوبة التنفيذ القضائي عند حدوث المشاكل، أو هي تلك المخاطرة الناشئة من عدم تنفيذ العقد، وذلك بسبب عدم امتلاك بعض المتعاملين للصلاحية في الدخول بالتعاقدات، وبذلك لن يكون هناك التزام قانوني للجهة المقابلة، ومن ثم عدم القدرة على التنفيذ القضائي في حالة العسر و الإفلاس.

يتجلى من خلال هذا المبحث أن صناعة المخاطر قد تم ولوجها إلى ساحة المعاملات الدولية، وأن الذي قام بصناعة أدواتها هي مراكز البحث والابتكار والمهندسون الماليون، وأن الذي قام بصناعة أدوات التحوط ضد هذه المخاطر هي ذات الجهات. وقد كان ذلك سببا في توجيه النقد العنيف إلى هذه الأدوات من قبل العديد من الكتاب والذين انتهوا إلى أن "العديد من الابتكارات المزعومة ليست سوى بدعة أو أكذوبة كبرى مدفوعة من قبل المؤسسات الاستثمارية لأنها تترقب من وراء هذا النشاط الضخم أرباحا وفيرة" وأنها تنطوي على مخاطر جسيمة تضر بالمؤسسات المالية والقوى الإنتاجية.(*سمير عبد الحميد رضوان، 2005، ص597*)

الخاتمة:

تعرضت في هذه المداخلة إلى المشتقات المالية من حيث مفهومها وأنواعها، وأوجه استخداماتها، وكذا المخاطر التي تصنعها، وقد تبين مما تقدم أن المشتقات المالية التي كان هدفها

الرئيسي هو تقليل المخاطر، إلا أنها في الحقيقة هي التي عظمت المخاطر ثم عملت على إدارتها تحت مسمى الهندسة المالية، فهي التي خلقت المشكلة من أجل البحث لها عن علاج. فدورها الأساسي هو تحويل المخاطر من مستثمر لآخر أو من مجموعة من المستثمرين إلى أخرى دون أن يقتضي ذلك بيعا للأصول محل التعامل، حيث يجري بيع المخاطر من الذين يخافون من نتائجها إلى الذين يسعون في طلبها ولديهم الرغبة في تحملها مقابل الثمن الذي يتقاضونه مسبقا، أي عند تحرير العقد، وكان من نتائج ذلك أن انتشرت المقامرات بصورة مقننة وأصبحت المشتقات قنابل موقوتة يؤدي انهيارها إلى انهيار المؤسسات الاقتصادية بل إلى انهيار البورصات، وهذا ما أدى بالعديد من رجال المال الغربيين وفي مقدمتهم جورج سوروس إلى القول أن: " كثيرا من أدوات المشتقات لا تخدم غرضا معينا سوى تسهيل المضاربة على وجه الخصوص "

بل وذهب بعض الكتاب في انتقاداتهم للمشتقات إلى وصف المتعاملين في هذه الأسواق بأنهم أكثر من مقامرين، وأن تلك العقود تسهم في رعاية القمار المقنن، وأنها وحش المالية المفترس وديناميت الأزمات المالية.

المراجع باللغة العربية

1 أبو زيد كامل السيد، دور المعلومات المحاسبية في ترشيد استخدام المشتقات المالية للحد من المخاطر في سوق المال المصرية، مجلة الدراسات والبحوث التجارية، كلية التجارة جامعة الزقازيق، العدد الثاني1997.

2 أشرف محمد دوابة، المشتقات المالية في الرؤية الإسلامية، الموقع الالكتروني http://slconf.uaeu.ac.ae/prev_conf/2007/papers/28.swf

3 سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر، دار النشر للجامعات – مصر، 2005.

4 مدحت صادق، النقود الدولية وعمليات الصرف الأجنبي، دار غريب للطباعة والنشر والتوزيع.

5 محمد الصالح الحناوي وآخرون،تقييم الأسهم والسندات مدخل الهندسة المالية، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية،2007.

6 محمد عبد المنعم جودة حزين، دور المشتقات المالية في إدارة مخاطر سعر الفائدة وسعر الصرف في البنوك التجارية المصرية– دراسة تطبيقية، مجلة الدراسات المالية والتجارية، كلية التجارة جامعة القاهرة، العدد الثالث2003.

7 منير إبراهيم هندي، إدارة المخاطر، الجزء الثالث: عقود الخيارات، منشأة المعارف الإسكندرية، 2007.

8 هاشم فوزي دباس العبادي، الهندسة المالية وأدواتها، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان الأردن،2008.

9 منير ابراهيم هندي، الهندسة المالية وأهميتها بالنسبة للصناعة المصرفية العربية، بيروت،1994

10 نجار فريد، البورصات والهندسة المالية، الإسكندرية، مؤسسة شباب الجامعة،1999

11 محمد عبد الباسط وفا، أساليب تلافي المخاطر الناشئة عن تقلبات الأسعار في سوق الصرف الأجنبي، بحث مقدم من المؤتمر العلمي السنوي الأول لكلية التجارة، جامعة الزقازيق ، 26و27 أفريل 1997

12 عطية أحمد محمد صلاح ، أنشطة التحوط: دليل على بطئ الاستجابة المحاسبية لمتغيرات الواقع الاقتصادي، مجلة البحوث التجارية كلية التجارة جامعة الزقازيق، المجلد السابع عشر العدد الثاني جويلية 1995

المراجع باللغة اللاتينية

13 *BIS, Issues of measurement related to market size and macro prudential risks in derivatives markets – Basle Feb. 1995.*

14 *John Hull „ Introduction toFutures and Options Market s Prentice Hall, second Edition, 1995, p. 172.*

15 *Peter Rase, Commercial bank management, Irwin\McGrawHill, Third Edition. 1996. pp. 274-276.*

16 *SNA, 1993. IMF. Working paper. PP 8-9*